

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/106281>

Please be advised that this information was generated on 2017-12-06 and may be subject to change.

Giraal effectenverkeer na de wijziging van de Wge

101

Per 1 januari 2011 is het toepassingsbereik van de Wet giraal effectenverkeer vergroot om de bescherming aan beleggers uit te breiden. Deze aanpassing heeft ook gevolgen voor het systeem van giraal effectenverkeer. Aan deze gevolgen heeft de wetgever nauwelijks aandacht besteed. In deze bijdrage worden de consequenties van de wetswijziging voor het giraal effectenverkeer doorgerekend. Een belangrijke wijziging is de aanpassing van de definitie van het begrip 'effect'. Vanwege het materiële karakter van deze definitie is onduidelijkheid mogelijk over de vraag of sprake is van een effect in de zin van de Wge. Hoewel de aangepaste definitie (wellicht) voordelen biedt in het kader van beleggersbescherming, is het giraal effectenverkeer allerminst gebaat bij dergelijke rechtsonzekerheid. Een andere belangrijke bijwerking van de wetswijziging is dat het centraal instituut zijn sleutelpositie heeft verloren doordat de toegang tot het Wge-systeem is opengebroken. Dit biedt interessante perspectieven voor concurrentie op de Nederlandse markt voor de bewaring van effecten en de afwikkeling van effectentransacties. Al met al heeft de wijziging van de Wge een behoorlijke impact op het (toekomstig) giraal effectenverkeer. Voor een wetswijziging die voornamelijk was gericht op de uitbreiding van beleggersbescherming en niet uitdrukkelijk een uitbreiding van het giraal effectenverkeer beoogde, is dat toch wel opmerkelijk te noemen.

1. Inleiding

Tot de wijziging van 1 januari 2011² was het toepassingsbereik van de Wet giraal effectenverkeer (Wge) beperkt tot bepaalde vormen van effectenbewaring. Ten eerste diende het centraal instituut te hebben bepaald of de effecten tot het girale systeem behoorden.³ Ten tweede dienden de effecten in bewaring te zijn gegeven aan het centraal instituut of bij dit instituut aangesloten instellingen. De Wge kende

daarmee een gesloten systeem. Met de wetswijziging van 2011 is de reikwijdte van de wet vergroot. Deze wijziging is ingegeven door de wens om de *beleggersbescherming* uit te breiden.⁴ In dit artikel beogen wij deze gevolgen van de wetswijziging door te rekenen voor het *giraal effectenverkeer*. Hoewel de wetgever en de rechtspraak dit nauwelijks lijken te beseffen, is met de wetswijziging ook het toepassingsbereik van het giraal effectenverkeer onder de Wge opgerekt. Dit heeft belangrijke consequenties voor de wijze van levering of bezwaring van de betrokken effecten. Daarnaast roept de wetswijziging vragen op met betrekking tot welke effecten nu precies binnen de reikwijdte van de wet zijn gebracht en wat de gevolgen zijn van de toelating van beperkt overdraagbare effecten tot het systeem. Een ander belangrijk effect van de wetswijziging is dat het centraal instituut zijn wettelijke sleutelpositie kwijt is. Dit biedt interessante perspectieven voor meer concurrentie op de Nederlandse markt voor effectenbewaring en de afwikkeling van effectentransacties. Voordat deze onderwerpen worden besproken, zullen eerst de systematiek van de Wge en de relevante onderdelen van de wetswijziging worden uiteengezet.

2. Het systeem van de Wge

2.1 Doelstellingen

Uitgangspunt bij het systeem van de Wet giraal effectenverkeer (het Wge-systeem) is dat de belegger zijn effecten aanhoudt via een bewaarinstelling. In dat kader heeft de Wge twee hoofddoelstellingen. De eerste doelstelling blijkt al uit de naam van de wet, namelijk het creëren van een wettelijke grondslag voor een systeem van giraal effectenverkeer. De tweede doelstelling houdt verband met het zogeheten *intermediary risk*.⁵ Het *intermediary risk* ontstaat wanneer effecten – zoals gebruikelijk – op collectieve basis worden bewaard. In die situatie dreigt de oneigenlijke vermenging van toondereffecten, waardoor de belegger deze effecten bijvoorbeeld niet kan opvorderen bij het faillissement van de bewaarinstelling.⁶ Ten aanzien van naameffecten ontstaat een risico wanneer deze, zoals eveneens gebruikelijk, op naam van de bewaarinstelling worden gesteld.⁷ Doelstelling van de Wge is de belegger tegen dit risico te beschermen.⁸

1 Mr. G.V. Naber is als promovendus verbonden aan het Instituut voor Financieel Recht (IFR), onderdeel van het Onderzoekcentrum voor Onderneming & Recht (OO&R) van de Radboud Universiteit Nijmegen; mr. B.A. Schuijling is werkzaam als promovendus bij het Onderzoekcentrum voor Onderneming & Recht van de Radboud Universiteit Nijmegen en wetenschappelijk medewerker bij een advocatenkantoor te Amsterdam.

2 Wet van 28 oktober 2010 tot wijziging van de Wet giraal effectenverkeer houdende uitbreiding van de bescherming aan cliënten van intermediairs inzake financiële instrumenten en het bewerkstelligen van een verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten, *Stb.* 2010, 771.

3 De minister heeft op grond van art. 1 Wge Necigef B.V. (momenteel handelend onder de naam Euroclear Nederland) aangewezen als centraal instituut. In het vervolg van dit stuk gebruiken we de wettelijke aanduiding centraal instituut.

4 Door de vergrote reikwijdte zou bijv. het geval uit HR 23 september 1994, NJ 1996/461, m.nt. W.M. Kleijn (*Kas-Associatie/Drying*) thans wél onder de bescherming van de Wge vallen.

5 Zie over dit risico onder meer B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006, p. 19-21.

6 Vgl. HR 12 januari 1968, NJ 1968/274, m.nt. H. Drion (*Teixeira de Mattos*) en art. 3:109 en 3:119 BW.

7 Vgl. HR 23 september 1994, NJ 1996/461, m.nt. W.M. Kleijn (*Kas-Associatie/Drying*).

8 Zie *Kamerstukken II* 1975/76, 13 780, nr. 1-4, p. 11.

2.2 Systematiek

Om beide doelen te bereiken heeft de wetgever met de Wge een gemeenschapsfiguur met een getrapte structuur⁹ en bijzondere goederenrechtelijke regels in het leven geroepen. Deze gemeenschapsfiguur werkt – kort gezegd – als volgt. Op grond van de Wge is iedere bewaarinstantie, ten aanzien van iedere soort effecten, bevoegd een ‘verzameldepot’ te houden.¹⁰ Dit verzameldepot behoort in gemeenschap toe aan de cliënten van de bewaarinstantie. De cliënt verliest de individuele eigendom van zijn effecten, daarvoor in de plaats verkrijgt hij een evenredig aandeel in de effecten in het betreffende verzameldepot (het Wge-aandeel).¹¹ De levering van een Wge-aandeel geschiedt via boekingen in de administratie van de bewaarinstantie.¹² De cliënt ziet deze boekingen terug in de effectenrekening die hij aanhoudt bij zijn bewaarinstantie. Het verzameldepot bij de bewaarinstantie van de belegger vormt de eerste trap van de gemeenschapsfiguur. Omdat het verzameldepot is afgescheiden van het vermogen van de bewaarinstantie, komt de Wge met deze eerste trap tegemoet aan de doelstelling de belegger te beschermen tegen het *intermediary risk*.

De bewaarinstantie kan echter alleen boekingen uitvoeren ten gunste of ten laste van haar eigen cliënten. Om giraal effectenverkeer te faciliteren waaraan cliënten van verschillende bewaarinstanties kunnen deelnemen, is het noodzakelijk dat de administraties van de verschillende bewaarinstanties aan elkaar worden gekoppeld. De Wge is ontworpen vanuit de gedachte dat de administraties van de bewaarinstanties indirect worden gekoppeld via een centrale instelling. Dit werkt onder de Wge als volgt. De bewaarinstanties houden (een groot deel van) de binnen het verzameldepot vallende effecten aan bij een centrale instelling. De effecten vallen bij dit centraal instituut per soort binnen een centraal verzameldepot, het zogeheten ‘girodepot’.¹³ De aandelen in dit girodepot worden in de administratie van het centraal instituut op naam van de bewaarinstantie gesteld.¹⁴ Via het verzameldepot is de belegger deelgenoot in het girodepot.¹⁵ De levering van aandelen in het girodepot geschiedt door boekingen in de administratie van het centraal instituut.¹⁶ Op deze manier worden de verzameldepots aan elkaar gekoppeld en kunnen de cliënten van de verschillende bewaarinstanties effecten giraal aan elkaar leveren. Het girodepot vormt daarmee een tweede trap van de gemeenschapsfiguur. Er wordt gesproken van een getrapte structuur omdat zowel op het niveau van de bewaarinstantie, als het niveau van het centraal instituut, een gemeenschap ontstaat. Met het girodepot wordt giraal effectenverkeer mogelijk, terwijl de bescherming tegen het *intermediary risk* eveneens wordt gewaarborgd.

⁹ Vgl. *Kamerstukken I 1976/77*, 13 780, nr. 89b, p. 2.

¹⁰ Art. 9 Wge.

¹¹ Art. 12 lid 1 Wge.

¹² Art. 17 Wge. De vestiging van een pandrecht of vruchtgebruik geschiedt op soortgelijke wijze. Vgl. art. 20 lid 1 respectievelijk art. 23 Wge.

¹³ Art. 34 lid 2 Wge (oud).

¹⁴ Art. 38 lid 2 Wge (oud).

¹⁵ Art. 38 lid 1 en 10 onder c Wge.

¹⁶ Art. 41 lid 1 Wge.

2.3 Toegang tot het systeem

De Wge kent een aantal eigen begrippen en bijbehorende definities.¹⁷ Binnen het tot 1 januari 2011 geldende Wge-systeem speelden de begrippen ‘effecten’ en ‘aangesloten instelling’ een centrale rol. De toegang tot het systeem van de Wge, zowel tot het verzamel- als het girodepot, was gekoppeld aan deze twee begrippen.¹⁸ Het centraal instituut vervulde een sleutelpositie binnen dit systeem omdat het besloot wie werd toegelaten als aangesloten instelling en welk effect door een zogeheten ‘giraalverklaring’ als effect in de zin van de Wge (Wge-effect) gold. De toegang tot het systeem was daarmee afhankelijk van het centraal instituut.¹⁹ Daarnaast was het centraal instituut als enige bevoegd een girodepot aan te houden.²⁰ Vanwege deze toelatingsbeperkingen werd gesproken van een gesloten systeem.²¹

2.4 Een tweetal koppelingen

Binnen het Wge-systeem speelden twee koppelingen een belangrijke rol. De eerste koppeling is die tussen verzamelen en girodepot. De bevoegdheid tot het houden van een verzameldepot was (dwingend) gekoppeld aan de toegang tot een girodepot. De wetgever nam als uitgangspunt dat giraal effectenverkeer slechts mogelijk was wanneer deze beide depots op elkaar aansloten.²² Vanwege deze koppeling vervulde het centraal instituut een sleutelrol.

De tweede koppeling is die tussen het giraal effectenverkeer en beleggersbescherming. De toepasselijkheid van de Wge brengt dwingend met zich dat de levering of verpanding giraal plaatsvindt, alsmede dat de belegger ten aanzien van de effecten van rechtswege deelgenoot wordt in een gemeenschap. Beide doelstellingen gaan daarmee hand in hand.

3. De wetswijziging van 2011

De Wet giraal effectenverkeer is per 1 januari 2011 op een behoorlijk aantal punten gewijzigd.²³ De wijzigingen zijn

¹⁷ Zie art. 1 Wge.

¹⁸ Alleen een aangesloten instelling was bevoegd een verzameldepot te houden en effecten in bewaring te hebben bij het centraal instituut. Zie art. 9 lid 1 en art. 37 lid 1 Wge (oud).

¹⁹ Art. 1 Wge (oud). Zie voor een beschrijving van de thans door het centraal instituut gehanteerde toelatingscriteria en -procedure de *Securities eligibility and admission rules* van Euroclear d.d. 26 april 2011, raadpleegbaar via www.euroclear.com/site/public/ENL (zoek op ‘Securities eligibility and admission rules’). Vgl. B.J.A. Zebregs, ‘De toelating van effecten tot het Wge-systeem door Euroclear Nederland’, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2005, p. 196-205.

²⁰ Art. 34 lid 1 Wge.

²¹ Vgl. J.M. van Dijk, ‘Hoofdstuk 5, Secundaire markt’, in: S.E. Eisma e.a., *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002, p. 113 en B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006, p. 36.

²² Zie daarover uitgebreid par. 4.2.

²³ Wet van 28 oktober 2010 tot wijziging van de Wet giraal effectenverkeer, *Stb.* 2010, 771. De regeling tot goederenrechtelijke bescherming van de belegger die derivaten aanhoudt via een intermediair, die was opgenomen in het conceptwetsvoorstel dat medio mei 2007 ter consultatie werd gepubliceerd, is overigens niet teruggekeerd in het wetsvoorstel. Dit vanwege de in de consultatiereacties geuite bezwaren. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 1-2.

voor het merendeel te herleiden tot een tweetal hoofddoelstellingen van de wetswijziging. Het eerste hoofddoel van de wetgever was de uitbreiding van de beleggersbescherming. Doordat bepaalde vormen van effectenbewaring buiten de beperkte reikwijdte van de Wge vielen, werd het *intermediary risk* slechts gedeeltelijk afgedekt. Dit heeft tot gevolg gehad dat dit risico zich heeft kunnen verwezenlijken.²⁴ Met een vergroting van de reikwijdte van de Wge heeft de wetgever een uitbreiding van de bescherming tegen het *intermediary risk* beoogd. In de praktijk zijn zogenoemde effectenbewaarbedrijven opgetuigd voor effecten die buiten de reikwijdte van de Wge vallen. Deze bewaarbedrijven vormen een alternatief middel van vermogensscheiding ter bescherming tegen het faillissement van de effectenbewaarder.²⁵ Deze bewaarbedrijven zouden door de uitgebreide reikwijdte van de Wge overbodig worden. Het tweede hoofddoel was de verdergaande dematerialisatie van het effectenverkeer.²⁶ Zo wordt het gebruik van afzonderlijke effecten aan toonder tegengegaan. Als uitgangspunt zijn effecten aan toonder nog slechts toegestaan voor zover ze zijn opgenomen in een verzamelbewijs, ook bekend als een *global*.²⁷ Daarnaast is uitlevering van effecten in beginsel uitgesloten.²⁸ In de context van deze bijdrage is vooral de verruiming van het toepassingsbereik van de Wge van belang.²⁹

De verruiming is tot stand gebracht door een samenspel van een aanpassing van de definitie van het begrip 'effect' en de introductie van het begrip 'intermediair'. Door de wetswijziging is de definitie van effect binnen de Wge thans gekoppeld aan de onderdelen a, b en c van de definitie van 'financieel instrument' in art. 1:1 Wft. Dit betekent bijvoorbeeld dat alle handelbare aandelen en obligaties, geldmarktinstrumenten en deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen automatisch kwalificeren als Wge-effect. Daarnaast blijft het centraal instituut bevoegd om (overige) financiële instrumenten aan te wijzen als Wge-effect.³⁰ Het nieuwe begrip intermediair omvat enerzijds de bij het cen-

traal instituut aangesloten instellingen en anderzijds alle beleggingsondernemingen en banken in de zin van de Wft, die op grond van die wet beleggingsdiensten mogen verlenen respectievelijk het bankbedrijf mogen uitoefenen en die in Nederland effectenrekeningen administreren ten name van cliënten.³¹

De wijzigingen hebben het bereik van de Wge slechts vergroot op het niveau van de verzameldepots. Hoewel een intermediair bevoegd is om een verzameldepot aan te houden,³² blijft de bevoegdheid om effecten in bewaring te hebben bij het centraal instituut, en daarmee de toegang tot een girodepot, voorbehouden aan aangesloten instellingen. En terwijl de toegang tot een verzameldepot gekoppeld is aan het (vernieuwde) begrip effect, wijst het centraal instituut de effecten die tot een girodepot kunnen behoren (nog steeds) expliciet aan middels een giraalverklaring.³³

De wijziging van het begrip effect en de introductie van het begrip intermediair hebben ertoe geleid dat een grotere groep effecten en bewaarinstellingen toegang heeft tot het systeem van de Wge. De bescherming van beleggers tegen het *intermediary risk* is uitgebreid doordat op veel ruimere schaal het bestaan van verzameldepots mogelijk is gemaakt. Deze bescherming is niet langer beperkt tot aangewezen effecten en tot aangesloten instellingen. In het bijzonder kan worden gewezen op het belang van deze uitbreiding voor effecten die in het buitenland zijn uitgegeven en daar giraal verhandelbaar zijn, maar waarvoor door het centraal instituut geen giraalverklaring is afgegeven. Een belegger die dergelijke effecten aanhoudt via een Nederlandse intermediair, is door de wijziging binnen de bescherming van het Wge-systeem gebracht. Vanuit het oogpunt van beleggersbescherming valt deze uitbreiding zonder meer toe te jui-

4. Gevolgen voor het systeem van giraal effectenverkeer

4.1 Inleiding

Hoewel de wetswijziging de uitbreiding van de beleggersbescherming ten doel had, heeft zij ook gevolgen voor het systeem van giraal effectenverkeer. Dit is inherent aan de wetswijziging en het huidige systeem van de Wge. Door de koppeling tussen beleggersbescherming en giraal effectenverkeer onder de Wge, gaat een uitbreiding van de bescherming van de Wge in beginsel immers hand in hand met een uitbreiding van het toepassingsbereik van het giraal systeem. Ook de wetgever heeft onderkend dat de introductie van het begrip intermediair gevolgen heeft voor het giraal systeem.³⁴ Ten aanzien van de wijziging van de definitie van effect lijkt de wetgever zich echter niet bewust van mo-

24 Zie bijv. het geval uit HR 23 september 1994, NJ 1996/461, m.nt. W.M. Kleijn (*Kas-Associatie/Drying*).

25 Zie daarover uitgebreid W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding: a bird's eye overview', in: W.A.K. Rank (red.), *Vermogensscheiding in de financiële praktijk*, Amsterdam: NIBE-SVV 2008, p. 9-28.

26 Zie over beide doelstellingen: *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 2-3 (MvT). Zie over de tweede doelstelling uitgebreid M.A. Blom, 'Wge, de grote sprong voorwaarts, maar niet zonder struikelen', in: P. Zijp e.a. (red.), *Koersen rondom Christel*, Deventer: Kluwer 2011, p. 9-24 en G.V. Naber, 'Modernisering van het effectenverkeer? Voorstel tot een beperkte verplichte dematerialisatie van effecten', AA 2010, p. 307-318.

27 Art. 8 lid 1 onder a Wge.

28 Art. 26 lid 3 en art. 45 lid 3 Wge.

29 Voor een bespreking van de overige wijzigingen wordt onder meer verwezen naar B.F.L.M. Schim, 'Het consultatiedocument wijziging van de Wet giraal effectenverkeer', *Ondernemingsrecht* 2007/123, p. 423-425; P. Heemskerk & B.F.L.M. Schim, 'Het wetsvoorstel tot wijziging van de Wet giraal effectenverkeer', *Ondernemingsrecht* 2009/88, p. 371-377 en G.V. Naber, 'Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer', *Ondernemingsrecht* 2011/96, p. 477-481.

30 Art. 1 Wge. Deze aanvulling is opgenomen zodat het centraal instituut 'derivaatchtigen', hoewel deze niet onder sub a, b of c van de definitie van financieel instrument vallen, aan kan wijzen als Wge-effect wanneer zij worden verhandeld op handelsplatformen, zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 10.

31 Art. 1 Wge. Zie art. 2:96 e.v. Wft voor de vergunningplicht ten aanzien van het verlenen van beleggingsdiensten.

32 Art. 9 Wge.

33 Zie art. 34 lid 2 Wge.

34 De wetgever overweegt dat 'de girale leveringsregels van de Wge van toepassing worden op leveringen binnen het verzameldepot van een intermediair', *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 10.

gelijke gevolgen voor dit giraal systeem. Deze zijn althans onbenoemd gebleven. De gevolgen voor het systeem van giraal effectenverkeer van achtereenvolgens de invoering van het begrip intermediair en de wijziging van het begrip effect binnen de Wge komen in deze paragraaf aan de orde.

4.2 Intermediair

Tot de wetswijziging had niet iedere bewaarinstantie toegang tot het Wge-systeem. Alleen een bij het centraal instituut aangesloten instantie was bevoegd effecten in bewaring te hebben bij het centraal instituut en alleen een dergelijke instantie was bevoegd een verzameldepot te houden. De bevoegdheid tot het houden van een verzameldepot was hiermee (dwingend) gekoppeld aan de toegang tot een girodepot.³⁵ Deze koppeling van verzamelen en girodepot berustte op de gedachte dat effecten slechts toegang hebben tot het giraal effectenverkeer, wanneer zij toegang hebben tot een girodepot.

In het licht van het giraal effectenverkeer van medio jaren zeventig van de vorige eeuw, is de hiervoor beschreven koppeling van verzamel- en girodepot begrijpelijk. Het systeem van effectenbewaring werd in die tijd gekenmerkt door een *bottom-up*structuur waarin het verzameldepot de toegang vormde tot het Wge-systeem.³⁶ De belegger gaf zijn (toonder)effect (fysiek) in bewaring bij zijn bewaarinstantie ter opname in een verzameldepot. De bewaarinstantie gaf het effect op haar beurt door aan het centraal instituut ter opname in een girodepot. Ter voorkoming van de mogelijkheid dat een verzameldepot wordt gehouden door een instantie die niet bevoegd is het effect door te geven aan het centraal instituut, waardoor een verzameldepot zou ontstaan met effecten die niet giraal verhandeld konden worden, schreef de Wge voor dat alleen een aangesloten instantie een verzameldepot kon houden.³⁷

Bij de gedachte dat giraal effectenverkeer slechts mogelijk is indien een bewaarinstantie is aangesloten bij een centraal instituut kunnen echter ten minste twee kanttekeningen worden geplaatst. Ten eerste is het zeer goed denkbaar dat ten aanzien van een zekere soort effecten geen girodepot bestaat. Dat geval doet zich voor indien aangesloten instanties de door hen gehouden effecten niet in bewaring geven bij het centraal instituut, maar deze effecten zelf blijven bewaren of in bewaring geven bij een andere aangesloten instantie. Ondanks het ontbreken van een girodepot, wordt het giraal verkeer van deze effecten niet gehinderd wanneer de aangesloten instanties rechtstreeks rekeningverbindingen met elkaar aangaan. De bewaarinstantie van de belegger kan de effecten in bewaring geven aan een andere, achterliggende bewaarinstantie. De effecten vallen

daar per soort in een verzameldepot. Het aandeel in dit achterliggende verzameldepot wordt op naam gesteld van de bewaarinstantie die de effecten in bewaring heeft doorgegeven. Ondanks deze tenaamstelling behoudt de belegger zijn goederenrechtelijke bescherming. Het aandeel in het achterliggende verzameldepot valt op grond van art. 10 onder b Wge namelijk in het verzameldepot waarin hij deelgenoot is. Langs deze weg worden verzameldepots aan elkaar gekoppeld en kunnen de cliënten van de verschillende bewaarinstanties effecten giraal aan elkaar leveren, zonder dat het girodepot wordt gebruikt. Op deze manier ontstaat een 'centraal' verzameldepot bij een van de aangesloten instanties met eenzelfde getrapte structuur als bij het girodepot.

Ten tweede heeft zich een praktijk ontwikkeld waarbij de noodzaak is vervallen voor een intermediair om effecten op een hoger niveau in de keten in bewaring te kunnen geven. Nieuw uit te geven effecten worden tegenwoordig niet langer via de belegger (fysiek) in bewaring gegeven aan een bewaarinstantie ter opname in een verzameldepot, maar zij worden reeds bij uitgifte rechtstreeks door de uitgevende instantie in bewaring gegeven aan een bewaarinstantie of centraal instituut. De structuur van dit systeem van effectenverkeer kan worden getypeerd als *top-down*. Sinds de wetswijziging is deze praktijk van een uitdrukkelijke wettelijke grondslag voorzien in de art. 12 lid 2 en art. 38 lid 2 Wge.³⁸ Het risico dat de bewaarde effecten niet opwaarts in bewaring kunnen worden gegeven, speelt in deze structuur geen rol. Een intermediair kan deelnemen aan het giraal verkeer in deze effecten door rekeningverbindingen aan te gaan met een of meer aangesloten instanties.³⁹ Zelfs indien de intermediair niet aangesloten is bij het centraal instituut, vormt hij wel degelijk een schakel in het systeem van giraal effectenverkeer.

Met de wetswijziging heeft de wetgever zijn oorspronkelijke standpunt verlaten dat slechts instanties die zijn aangesloten bij het centraal instituut een verzameldepot kunnen houden. De bevoegdheid tot het houden van een verzameldepot is uitgebreid tot elke intermediair. Hoewel de toegang tot het girodepot nog steeds is voorbehouden aan de bij het centraal instituut aangesloten instanties, heeft elke intermediair nu toegang tot het giraal systeem van de Wge. Deze uitbreiding is wenselijk omdat bewaarinstanties die geen aangesloten instantie zijn daarmee niet langer aangewezen zijn op het gebruik van effectenbewaarbedrijven.⁴⁰ Er is bovendien geen goede reden deze bewaarinstanties de toegang tot het giraal effectenverkeer te ontfangen. Van belang hierbij is wel dat iedere intermediair zich bewust zal moeten zijn van het feit dat een verza-

35 In de toelichting op de Wge werd daartoe overwogen dat met de Wge uitsluitend is beoogd 'een wettelijke basis te verschaffen voor een systeem van giraal effectenverkeer (...). Dit houdt in dat een verzameldepot in de zin van het ontwerp slechts gehouden kan worden door een instantie die aangesloten is bij het centraal instituut.' Zie *Kamerstukken II 1975/76*, 13 780, nr. 1-4, p. 30-31.

36 *Kamerstukken II 1975/76*, 13 780, nr. 1-4, p. 30.

37 Een dergelijke situatie van bewaarneming paste niet binnen het systeem van de Wge, aldus de wetgever. Zie *Kamerstukken II 1975/76*, 13 780, nr. 1-4, p. 30-31.

38 Zie over deze praktijk onder de Wge na de wetswijziging van 2000; J.M. van Dijk, 'Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 149-150.

39 Zie *Kamerstukken II 2008/09*, 31 830, nr. 3, p. 10. Deze mogelijkheid wordt nog wel eens over het hoofd gezien. Vgl. J.S. Polderman, 'De voorgestelde wijziging van de Wge', *O&F* 2009, p. 37, waar – ons inziens onterecht – wordt gesteld dat een intermediair die geen aangesloten instantie is, niet kan deelnemen aan het giraal effectenverkeer via het centraal instituut.

40 Zie *Kamerstukken II 2008/09*, 31 830, nr. 3, p. 2.

meldepot van rechtswege ontstaat ten aanzien van bij hem bewaarde of aangehouden Wge-effecten. Is dit het geval, dan zijn (onder meer) de girale leveringsregels van de Wge van toepassing.⁴¹

4.3 Effect

Tot de wetswijziging bepaalde het centraal instituut eveneens welke effecten in aanmerking kwamen voor opname in het giraal systeem. Uitgangspunt van de Wge was dat het centraal instituut zorg draagt voor het giraal effectenverkeer en dat het daarom beslist over de toelating van effecten tot het giraal systeem. De toegang tot het giraal systeem was daarmee gesloten. Aangezien het giraal effectenverkeer alleen zou functioneren indien effecten toegang hebben tot het gehele Wge-systeem, gaf de aanwijzing van het centraal instituut toegang tot zowel het verzameldepot als het girodepot.⁴² In de oorspronkelijke memorie van toelichting werd over deze koppeling opgemerkt dat 'ook dáár waar in de artikelen die betrekking hebben op het verzameldepot sprake is van "effecten", daaronder alleen zijn te verstaan effecten die bij het centraal instituut in bewaring kunnen worden gegeven. Verzameldepot en girodepot hangen met elkaar samen, het zijn de juridische componenten van het giraal systeem.'⁴³

De wetswijziging heeft een belangrijke verandering gebracht in de toegang tot het giraal systeem. Sinds de gewijzigde definitie van 'effect' staat de toegang tot een verzameldepot open voor ieder financieel instrument als bedoeld in onderdeel a, b of c van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft. Doordat het centraal instituut niet langer bepaalt welke effecten tot een verzameldepot kunnen behoren, is het giraal systeem 'opengebroken'. Dit is echter alleen het geval op het niveau van de verzameldepots. Op het niveau van de girodepots is er niets veranderd. Het centraal instituut bepaalt namelijk nog altijd welke effecten toegang hebben tot een girodepot.⁴⁴ Verzameldepot en girodepot zijn hierdoor niet langer onlosmakelijk aan elkaar gekoppeld. Hiermee is een van de oorspronkelijke uitgangspunten van de Wge verlaten.⁴⁵ Dit roept een aantal vragen op die in de volgende paragraaf zullen worden besproken.

5. Een tweetal aandachtspunten

5.1 Rechts(on)zekerheid voor het giraal effectenverkeer

Tot de wijziging van de Wge, was sprake van een gesloten systeem.⁴⁶ Hoewel dit op het eerste gezicht tegenstrijdig klinkt, was een van de belangrijkste redenen voor deze geslotenheid gelegen in de flexibiliteit en rechtszekerheid die dit systeem met zich bracht. De wetgever wilde zich niet vastleggen op een definitie van het begrip effect, omdat ie-

dere omschrijving bij latere ontwikkelingen knellend kan blijken.⁴⁷ Er werd daarom gekozen voor een systeem van toelating door het centraal instituut. Deze exclusieve toegang kende zowel voor- als nadelen. Een belangrijk voordeel was dat op ieder moment volstrekt duidelijk was welke effecten kwalificeerden als effect in de zin van de Wge: dit waren namelijk alle effecten die door het centraal instituut waren aangewezen. Als nadeel gold dat de Wge zich niet uitliet over de vraag welke effecten voor toelating in aanmerking kwamen. Bij een gebrek aan kenbare criteria, zou het daarom niet altijd op voorhand duidelijk zijn of een bepaald effect in aanmerking kwam voor toegang tot het Wge-systeem.⁴⁸ Deze onzekerheid kon overigens in de praktijk grotendeels worden weggenomen door een adequaat handelend centraal instituut.⁴⁹

Sinds de wijziging is de toelating door het centraal instituut niet langer exclusief. Deze formele toelating is nog slechts van aanvullend belang. Het begrip 'effect' is sinds de wijziging primair gekoppeld aan de eerdergenoemde Wft-definitie van financieel instrument. Deze Wft-definitie bevat materiële kenmerken aan de hand waarvan wordt vastgesteld of sprake is van een financieel instrument. Door de koppeling aan deze Wft-definitie, is sprake van een materieel criterium voor de toegang tot het Wge-systeem. Dit materiële criterium vervangt in principe het formele criterium van de aanwijzing. Met het materiële criterium komt de wetgever tegemoet aan de bezwaren dat op voorhand onduidelijk was aan welke criteria effecten moeten voldoen om tot het giraal systeem toegelaten te worden, althans op het niveau van de verzameldepots. De Wft-definitie biedt immers kenbare criteria zodat betrokkenen vast kunnen stellen of sprake is van een Wge-effect. Daarnaast hoeft niet langer een giraalverklaring te worden aangevraagd bij het centraal instituut om toegang te verkrijgen tot het Wge-systeem. Dit kan voordelig zijn omdat de met deze aanvraag gepaard gaande inspanningen en kosten bespaard kunnen worden. Het materiële criterium kent echter een keerzijde. Sinds de wijziging geldt een instrument *van rechtswege* als Wge-effect wanneer het voldoet aan de gestelde Wft-definitie van financieel instrument. Omdat deze Wft-definitie aanknoopt bij materiële kenmerken, zal in de praktijk echter niet altijd onomstotelijk vaststaan of een bepaald instrument geldt als financieel instrument. Zo is discussie mogelijk over de reikwijdte van de definitie van 'effect', als bedoeld in onder a van de Wft-definitie van financieel instrument. Deze discussie wordt (onder meer) gevoed door onduidelijkheid over de invulling van het element 'verhandelbaar', het centrale element in de definitie van effect.⁵⁰ Door de koppeling van definities werkt deze onzekerheid door naar het systeem van de Wge.⁵¹ Wanneer twijfel bestaat over de kwalificatie als Wge-effect, bestaat daarmee onduidelijkheid over de

41 Kamerstukken II 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 10.

42 Zie art. 1 Wge (oud).

43 Kamerstukken II 1975/76, 13 780, nr. 1-4, p. 26.

44 Art. 34 lid 2 Wge.

45 Zie par. 2.4.

46 Zie par. 2.3.

47 Kamerstukken II 1975/76, 13 780, nr. 1-4, p. 26.

48 Vgl. W.A.K. Rank, 'Hoofdstuk 2, Wat zijn effecten?', in: S.E. Eisma e.a., *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002, p. 20.

49 Vgl. B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006, p. 38.

51 Opgemerkt zij dat deze onzekerheid niet bestaat wanneer het centraal instituut een dergelijk instrument heeft aangewezen voor het girodepot. Zie art. 1 Wge.

toepasselijke eisen aan de levering of verpanding van deze goederen. Indien een intermediair dwaalt over de kwalificatie als effect in de zin van de Wge, bestaat een gevaar voor de ongeldigheid van leveringen en verpandingen van de betrokken goederen, omdat niet de juiste formaliteiten in acht zijn genomen. Een vergelijkbaar probleem kan spelen bij de uitlevering van effecten. Op grond van de nieuwe art. 26 en 45 Wge is de uitlevering van een Wge-effect uit een verzamel- of girodepot in vergaande mate beperkt.⁵² Deze beperking werkt in feite als een uitleveringsverbod. De levering aan een belegger, als gevolg waarvan het effect uit het Wge-systeem raakt, is niet langer toegestaan. Indien een intermediair dwaalt over de kwalificatie van een goed als effect in de zin van de Wge, kan het gebeuren dat een levering aan de belegger in strijd blijkt te zijn met dit uitleveringsverbod.

Het behoeft nauwelijks betoog dat deze onzekerheid hoogst onwenselijk is. Om de onzekerheid te beëindigen, zou een giraalverklaring kunnen worden aangevraagd bij het centraal instituut. Nog daargelaten wie de kosten van deze aanvraag in een voorkomend geval dient te dragen, bevindt de intermediair zich niet in de positie deze verklaring eigenhandig aan te vragen.⁵³ Het terugvallen op de giraalverklaring zou daarnaast afbreuk doen aan het resultaat van de wetswijziging. Daarbij komt nog dat het centraal instituut geen aanwijzing kan geven gericht op de enkele toelating tot een verzameldepot. Hoewel het centraal instituut besluit over de toelating tot een girodepot, waardoor een effect ook tot een verzameldepot kan behoren, speelt hij uitdrukkelijk geen rol bij beantwoording van de vraag of financiële instrumenten die *niet* binnen een girodepot vallen niettemin tot een verzameldepot kunnen behoren.⁵⁴

Een andere oplossing voor dit probleem van rechtsonzekerheid zou kunnen worden bereikt door een bestuursorgaan aan te wijzen dat, in geval van twijfel, exclusief bevoegd is om – ambtshalve of op verzoek – vast te stellen of sprake is van een financieel instrument zoals bedoeld in de Wge-definitie van effect.⁵⁵ Een dergelijk verzoek zou door iedere belanghebbende ingediend moeten kunnen worden, waar-

onder bijvoorbeeld iedere intermediair. Echter, een wettelijke grondslag voor een dergelijke aanwijzingsbevoegdheid bestaat vooralsnog niet.

5.2 Beperkt overdraagbare effecten in het giraal effectenverkeer

Met de wijziging van de Wge in 2000 is de reikwijdte van de Wge uitgebreid tot effecten op naam.⁵⁶ Tegelijk met deze uitbreiding werd art. 8a Wge ingevoerd. Dit artikel bepaalde destijds dat effecten op naam, waarvan de overdraagbaarheid bij de statuten of de voorwaarden van uitgifte was beperkt of uitgesloten, niet tot een verzamel- of girodepot behoorden, tenzij deze waren toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Beperkt overdraagbare effecten hadden aldus geen toegang tot het Wge-systeem. Met deze bepaling werd beoogd te voorkomen dat bij de levering van niet-beursgenoteerde aandelen op naam waarop een blokkeringsregeling van toepassing is, het gebruik van een notariële akte en daarmee de controlefunctie van de notaris zou worden omzeild.⁵⁷ De bepaling was echter niet uitdrukkelijk toegespitst op de (Nederlandse) notaris, waardoor de toegangsbeperking voor beperkt overdraagbare effecten zich mede uitstreckte tot buitenlandse effecten. De bepaling zorgde daarmee ervoor dat alle effecten die vanwege hun beperkte goederenrechtelijke overdraagbaarheid niet geschikt waren voor opname in het girale systeem, geen toegang daartoe hadden. De herkomst van het effect was daarbij niet van belang. Voor effecten op naam waarvan de overdraagbaarheid door Nederlands goederenrecht wordt beheerst,⁵⁸ valt onder meer te wijzen op de mogelijkheden die art. 3:83 lid 2 BW biedt om de overdraagbaarheid van vorderingsrechten te beperken.⁵⁹ Bij beperkt overdraagbare effecten kan men – naast de al genoemde aandelen – bijvoorbeeld denken aan effecten die zijn onderworpen aan goederenrechtelijk werkende kwaliteitseisen aan de verkrijger (een professionele marktpartij) of andersoortige *selling restrictions*. Een ander voorbeeld wordt gevormd door deelnemingsrechten in een beleggingsfonds, waarbij de overdraagbaarheid van de participatie afhankelijk is van de goedkeuring door de fondsbeheerder.⁶⁰

De wetswijziging van 2011 heeft ook art. 8a Wge aangepast. Dit artikel bepaalt sindsdien dat effecten op naam, voor de levering waarvan een notariële akte is voorgeschreven en waarvan tevens de overdraagbaarheid bij de statuten of de uitgiftevoorwaarden is beperkt of uitgesloten, niet tot een giro- of verzameldepot kunnen behoren, tenzij deze zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit. Het doel van deze wijziging is om de bepaling te verduidelijken en toe te spitsen op de

52 Zie hierover ook P.H. Tieskens, 'Het verbod op uitlevering van effecten in de gewijzigde Wet giraal effectenverkeer', *V&O* 2011, nr. 4, p. 74-77.

53 Bij het centraal instituut (Euroclear Nederland) is de uitgevende instelling daartoe bevoegd, althans zij moet in ieder geval medewerking verlenen. Zie art. 5.1.4.4 onder (i) Operating Manual Deel I van Euroclear Nederland d.d. 20 juni 2011, raadpleegbaar via www.euroclear.com/site/public/ENL (zoek op 'Operating Manual Deel I').

54 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 9, p. 2 (Tweede NvW).

55 Bij het aan te wijzen bestuursorgaan zou gedacht kunnen worden aan de Minister van Financiën, de AFM of het centraal instituut. Een soortgelijke vaststellingsbevoegdheid bestond onder de Wet toezicht verzekeringsbedrijf (WTVb). Art. 18 WTVb verklaarde de Pensioen- & Verzekeringskamer bevoegd te bepalen of – kort gezegd – een bepaalde bedrijfsvoering had te gelden als verzekeringsbedrijf, en zo ja, als wat voor soort verzekeringsbedrijf. Deze vaststellingsbevoegdheid is verdwenen met het vervallen van de Wtv in 2007. Ter gelegenheid van de invoering van de Wft hebben de AFM en DNB overigens de uitbreiding van deze vaststellingsbevoegdheid naar alle sectoren bepleit. De wetgever heeft deze aanbeveling niet overgenomen en de vaststellingsbevoegdheid zelfs in haar geheel geschrapt. Als voornaamste reden werd aangevoerd dat de financiële wetgeving meer in lijn moest komen te liggen met de Awb, zie *Kamerstukken II* 2004/05, 29 708, nr. 10, p. 179-180.

56 Wet van 2 november 2000, houdende wijziging van de Wet giraal effectenverkeer, *Stb.* 2000, 485.

57 *Kamerstukken II* 1999/2000, 27 164, nr. 3, p. 6.

58 Zie art. 10:135, 10:138 en 10:140-141 BW.

59 Zie ook B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006, p. 39.

60 Zie echter ook J.M. van Dijk, 'Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 147, die een meer beperkte uitleg van art. 8a Wge (oud) voorstaat.

situatie zoals de wetgever die bij de wijziging in 2000 voor ogen had: (Nederlandse) aandelen waarop een blokkerings-regeling van toepassing is.⁶¹ Gezien het doel van de wetgever om de controlefunctie van de notaris veilig te stellen, is de wijziging begrijpelijk.

De wijziging is echter meer dan slechts een verduidelijking. Door de toespitsing op de Nederlandse situatie, is de reikwijdte van het artikel ingrijpend beperkt. De notariële akte is immers vereist voor de levering van bepaalde Nederlandse aandelen, voor de levering van buitenlandse effecten geldt een dergelijk vereiste zelden. Het gevolg van de wijziging is dat tal van beperkt overdraagbare effecten nu binnen het Wge-systeem vallen. Zo gelden bijvoorbeeld beperkt overdraagbare aandelen in beginsel als effect en daarmee als financieel instrument in de zin van de Wft.⁶² Ook andere beperkt overdraagbare rechten zijn binnen het bereik van de Wge gekomen, zoals het al genoemde voorbeeld van deelnemingsrechten in een beleggingsfonds die slechts met instemming van de fondsbeheerder kunnen worden overgedragen. Het deelnemingsrecht valt ondanks de beperkte overdraagbaarheid aan te merken als een Wge-effect.⁶³

Wanneer een beperkt overdraagbaar effect als Wge-effect geldt en op grond van de Wge een verzameldepot ontstaat, dient de levering van de aandelen in dit verzameldepot (uiteraard) giraal te geschieden. Het is daarbij de vraag in hoeverre een aandeel in een verzameldepot overdraagbaar is, indien het verzameldepot bestaat uit beperkt overdraagbare effecten. Dit niet onbelangrijke punt wordt in de wet noch in de toelichting daarop aangesneden. Het heeft er alle schijn van dat de toelating van beperkt overdraagbare effecten tot het Wge-systeem niet (voldoende) is doordacht. Wij zouden willen aannemen dat een aandeel in een verzameldepot met beperkt overdraagbare effecten, behept is met dezelfde goederenrechtelijke overdraagbaarheidsbeperking als de onderliggende effecten.⁶⁴ Hier moet dan ook rekening mee worden gehouden, bijvoorbeeld door in de afwikkelingsprocedure – voorafgaand aan de girale levering – een controle uit te voeren op de vervulling van de overdraagbaarheidsvoorwaarden.

6. Een alternatief: de ont koppeling van beleggersbescherming en girale verhandelbaarheid

De Wge werd oorspronkelijk gekenmerkt door een koppeling van de verzamel- en girodepots en door een koppeling van giraal effectenverkeer en beleggersbescherming.⁶⁵ De eerstgenoemde koppeling is met de wetswijziging van 2011 verlaten.⁶⁶ De koppeling tussen giraal effectenverkeer en beleggersbescherming is daarentegen onverkort in stand gehouden. Deze verbinding heeft ertoe geleid dat de uitbreiding van het toepassingsbereik van de bescherming noodzakelijkerwijs heeft geleid tot een uitbreiding van de reikwijdte van het giraal effectenverkeer.⁶⁷ Het is echter de vraag of de koppeling tussen bescherming en girale verhandelbaarheid behouden moet blijven. Zoals in de voorgaande paragraaf aan de orde kwam, kan een ruime en aan materiële kenmerken van effecten gekoppelde beleggersbescherming leiden tot een complicering van het girale verkeer.⁶⁸ Dergelijke bijverschijnselen kunnen worden voorkomen door de een-op-eenrelatie tussen beleggersbescherming en girale verhandelbaarheid te verbreken. Het identieke toepassingsbereik voor beide functies, zoals momenteel uit de Wge voortvloeit, is namelijk niet noodzakelijk. Een alternatief is om het toepassingsbereik van beide functies te ont koppelen. Daarbij kan aan elke functie een specifiek bereik worden toegekend dat is afgestemd op de bijbehorende eisen en wensen. De beleggersbescherming kan bijvoorbeeld een zo ruim mogelijke werking worden toebedeeld, terwijl de girale verhandelbaarheid kan worden beperkt tot een groep daarvoor geschikte financiële instrumenten. Dit alternatief is bovendien mogelijk zonder de bestaande gemeenschapsconstructie van de Wge geweld aan te doen. Een afwijkend toepassingsbereik tussen beide functies zou enkel leiden tot een onderscheid tussen giraal verhandelbare en niet-giraal verhandelbare aandelen in een verzameldepot. Dat onderscheid lijkt ons echter goed werkbaar. Dit alternatief is wat betreft de wetswijziging van 2011 mosterd na de maaltijd, maar wellicht kan de gedachte nuttig zijn bij een eventuele toekomstige aanpassing van de wet.

7. Kansen voor concurrentie

Het centraal instituut fungeerde lange tijd als een poortwachter voor de toegang tot het girale systeem van de Wge.⁶⁹ Slechts de bij het centraal instituut aangesloten be-

61 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 12.

62 Een van de kernelementen in de definitie van Wft-effect is verhandelbaarheid. Hoewel de overdraagbaarheid hierbij een rol speelt, staat een beperkte overdraagbaarheid niet steeds in de weg aan de verhandelbaarheid van een effect. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 20, p. 51.

63 Vgl. *Kamerstukken II* 2010/11, 31 830, nr. 9, p. 2: de wijziging van art. 8a Wge dient tevens te voorkomen dat aandelen of participaties in (niet ter beurse verhandelde) open-end fondsen die uitsluitend worden verhandeld door ze ter inkoop aan te bieden aan het fonds zelf, niet voor Wge-bescherming in aanmerking zouden komen.

64 Daarentegen wordt ook wel verkondigd dat overdraagbaarheidsbeperkingen buiten werking zouden kunnen worden gesteld door de opname van de beperkt overdraagbare effecten in het Wge-systeem. Vgl. B.J.A. Zebregs, 'De toelating van effecten tot het Wge-systeem door Euroclear Nederland', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2005, p. 200 en B.J.A. Zebregs, 'Vermogensscheiding in de praktijk van de CSD', in: W.A.K. Rank (red.), *Vermogensscheiding in de financiële praktijk*, Amsterdam: NIBE-SVV 2008, p. 80-81.

65 Zie par. 2.4.

66 Zie par. 4.3.

67 Zie par. 4.

68 Zie par. 5.2.

waarinstellingen konden de effecten die door het centraal instituut waren toegelaten, binnen dit systeem giraal verhandelen. Door de laatste wijziging van de Wge is de aanwijzing van bewaarinstellingen of effecten niet langer vereist. De wettelijke poortwachtersfunctie van het centraal instituut is daarmee volledig uitgehold.⁷⁰ Sterker nog, op grond van de Wge is giraal effectenverkeer zonder enige tussenkomst van het centraal instituut mogelijk geworden. De Wge voorziet hierin niet uitdrukkelijk, maar dit resultaat is een bijzonder neveneffect van de wetswijziging. Hierboven is reeds uiteengezet dat volgens het stelsel van de Wge giraal effectenverkeer zeer wel mogelijk is zonder het bestaan van een girodepot of de tussenkomst van het centraal instituut. De bewaarinstellingen bewaren de effecten zelf of bij elkaar en kunnen door boekingen in wederzijdse effectenrekeningen de effecten giraal leveren. Nu ook de toegang tot het systeem niet langer afhankelijk is van het centraal instituut, zouden bewaarinstellingen daarom geheel buiten het centraal instituut om een giraal verkeer van effecten tot stand kunnen brengen.

Tot op heden heeft de wetswijziging in de praktijk nog niet tot grote wijzigingen geleid. Rank & Polderman constateerden naar aanleiding van de hier centraal staande wijzigingen dat de rol van Euroclear Nederland, het aangewezen centraal instituut onder de Wge, niet is uitgespeeld, omdat het nog steeds bepaalt welke effecten tot een girodepot kunnen behoren en daarmee welke effecten in aanmerking komen voor *settlement* door Euroclear Nederland.⁷¹ Daarmee slaan zij – in onze ogen – de spijker op de kop. Het belang van de toelating tot een girodepot, heeft namelijk alleen nog betekenis omdat Euroclear Nederland daar de mogelijkheid tot *settlement* aan heeft gekoppeld.⁷² Op grond van de Wge heeft de giraalverklaring van effecten echter weinig tot geen toegevoegde waarde meer. De toegang tot het Wge-systeem is immers niet langer gekoppeld aan deze aanwijzing. Daarnaast brengt de toegang tot het girodepot geen wettelijke voordelen mee boven de toegang tot een verzameldepot. Dat Euroclear Nederland nog steeds een grote rol speelt komt omdat zij in de praktijk een centrale positie heeft bij de afwikkeling van transacties op de effectenbeurs van Euronext Amsterdam, alwaar zij is aangewezen als primaire settlementorganisatie.

Een giraal effectenverkeer buiten het centraal instituut om opent interessante mogelijkheden voor meer concurrentie op de Nederlandse markt voor de bewaring van effecten (*custody*) en de afwikkeling van effectentransacties.⁷³ Er zijn meerdere scenario's denkbaar. Zo zou een bewaarinstelling zich – naast het centraal instituut – kunnen opwerpen als een concurrerende spilfiguur binnen het giraal effectenverkeer door rekeningen voor andere bewaarinstellingen te gaan administreren.⁷⁴ Een andere mogelijkheid is dat het giraal verkeer volledig decentraal verloopt via de onderling gekoppelde administraties van de bewaarinstellingen.

Deze scenario's zijn mogelijk zowel voor nieuw in te brengen effecten als voor effecten die op dit moment door het centraal instituut worden bewaard. Bij nieuw in te brengen effecten kan de uitgevende instelling simpelweg alle effecten van een bepaalde soort aan een intermediair leveren ter opname in een verzameldepot (art. 12 lid 2 Wge). Deze intermediair kan vervolgens rekeningverbindingen aangaan met andere intermediairs.⁷⁵ Hierbij is het niet nodig dat de bewaarinstellingen zijn aangesloten bij of dat de effecten zijn aangewezen door het centraal instituut.

Voor effecten die reeds tot een girodepot behoren ligt het iets ingewikkelder. Voorheen was het zo dat iedere aangesloten instelling recht had op uitlevering van de haar toekomende effecten indien de uitgevende instelling dit mogelijk had gemaakt.⁷⁶ Op grond van het ingevoerde uitleveringsverbod, heeft een aangesloten instelling thans alleen nog recht op uitlevering van de haar toekomende hoeveelheid effecten, indien alle effecten van de desbetreffende soort worden uitgeleverd.⁷⁷ Voor het uitleveren van een bepaalde soort effecten, waarna de effecten decentraal bewaard kunnen worden, is daarom een samenwerking nodig tussen alle aangesloten instellingen die de bewuste effecten in bewaring hebben bij het centraal instituut. Onder welke voorwaarden deze uitlevering plaats kan vinden is overigens niet helemaal duidelijk. De wetgever gaat ervan uit dat het uitleveringsverbod ertoe leidt dat effecten centraal worden bewaard.⁷⁸ Dit lijkt met zich te brengen dat uitlevering slechts aan één enkele aangesloten instelling kan plaatsvinden. De tekst van het artikel biedt echter ruimte voor een ruimere interpretatie die een gelijktijdige uitlevering aan meerdere aangesloten instellingen mogelijk zou maken. Zijn de effecten eenmaal uitgeleverd, dan is het niet langer nodig dat de bewaarinstelling ook aangesloten instelling is.

70 Bij de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) bestond de vrees dat de unieke positie van het centraal instituut door het wetsvoorstel zou worden vergroot. De VEUO vroeg de wetgever het toezicht op het centraal instituut daarmee in de pas te laten lopen. Deze vrees is in onze ogen onterecht. Met de wijziging heeft het centraal instituut juist zijn unieke wettelijke positie – in ieder geval grotendeels – verloren. Zie *Reactie VEUO op consultatie wijziging Wet giraal effectenverkeer*, Amsterdam: VEUO 3 juli 2007, raadpleegbaar via www.veuo.nl/page/downloads/Reactie_VEUO_03-07-07.pdf.

71 W.A.K. Rank & J.S. Polderman, 'Uitgifte van effecten: Toelating tot girale afwikkeling', in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek Beursgang* (Serie Onderneming en Recht deel 68), Kluwer: Deventer 2011, p. 451.

72 Settlement vormt het sluitstuk in het proces van afwikkeling van effectentransacties. Zie uitgebreid over settlement en de rol van Euroclear Nederland hierbij H.P. Spanjer & B.J.A. Zebregs, 'De settlement van effectentransacties door Euroclear Nederland', *Ondernemingsrecht* 2006/154, p. 474-480.

73 Alleen de dreiging van een dergelijke concurrentie zou wellicht al een waarborg kunnen bieden tegen de door VEUO geuite vrees voor de machtige positie van het centraal instituut, zie voetnoot 64.

74 Ook de wetgever gaat ervan uit dat een intermediair de centrale bewaring van effecten op zich kan nemen. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 5.

75 Op grond van art. 10 onder b Wge valt het aandeel in een verzameldepot dat op naam staat van een andere intermediair, tot het verzameldepot van deze intermediair.

76 Art. 45 lid 1 Wge (oud).

77 Zie art. 45 lid 3 onder b Wge.

78 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 5.

De uitsparing van de kosten gemoeid met een rekening bij en bewaring door het centraal instituut, kunnen dergelijke concurrerende initiatieven lonend maken. Of het ooit zover komt, zal de praktijk moeten uitwijzen. Op grond van de Wge bestaan hiervoor in ieder geval geen barrières meer.

8. Conclusie

Per 1 januari 2011 is het toepassingsbereik van de Wge vergroot om de bescherming aan beleggers uit te breiden. Met de doorgevoerde wijzigingen is dit doel bereikt. De aanpassing van het toepassingsbereik heeft echter ook gevolgen voor het systeem van giraal effectenverkeer. Aan deze gevolgen heeft de wetgever nauwelijks aandacht besteed.

De invoering van het begrip intermediair brengt wat dat betreft geen bijzonderheden met zich mee. Voor de wijziging van het begrip effect ligt dit anders. De nieuwe Wge-definitie van effect is gekoppeld aan de Wft-definitie van financieel instrument. Vanwege het materiële karakter van deze Wft-definitie is onduidelijkheid mogelijk over de vraag of sprake is van een Wge-effect. Deze onduidelijkheid herbergt het gevaar voor ongeldigheid van leveringen en verpandingen, wanneer (achteraf gezien) niet aan de juiste formaliteiten blijkt te zijn voldaan. Hoewel de gemaakte koppeling (wellicht) voordelen biedt in het kader van beleggersbescherming, is het giraal effectenverkeer allerm minst gebaat bij de rechtsonzekerheid die dit met zich brengt. Daarnaast leidt de koppeling aan de Wft-definitie van financieel instrument, in samenhang met de wijziging van art. 8a Wge, ertoe dat (goederenrechtelijk) beperkt overdraagbare effecten binnen het bereik van de Wge zijn geraakt. De mogelijke doorwerking van deze overdraagbaarheidsbeperkingen in het girale recht vraagt in ieder geval om de nodige aandacht.

De wetgever heeft er bij de wijziging voor gekozen om de oorspronkelijke koppeling tussen verzamel- en girodepot te doorbreken. De koppeling van giraal effectenverkeer en beleggersbescherming heeft hij echter in stand gelaten. De hiervoor geschetste problemen zouden opgelost kunnen worden wanneer ook deze koppeling wordt doorbroken. In dat geval ontstaan er twee soorten Wge-aandelen, giraal verhandelbare en niet-giraal verhandelbare. Dit lijkt ons mogelijk zonder al te ingrijpende aanpassingen van de Wge. Een bijzondere bijwerking van de wetswijziging is dat het centraal instituut zijn sleutelpositie heeft verloren. Dit biedt perspectieven voor concurrentie op de Nederlandse markt voor de bewaring van effecten en de afwikkeling van effectentransacties. De toegang tot het Wge-systeem is immers opengebroken; deze is niet langer gekoppeld aan een toelating door het centraal instituut. Door deze openbreking zou iedere bewaarinstelling zich – in theorie althans – op kunnen werpen als spilfiguur binnen het giraal effectenverkeer door effecten centraal te bewaren en rekeningen voor andere bewaarinstellingen te administreren. Op grond van de Wge bestaan daartoe geen barrières. Ook het ingevoerde uitleveringsverbod staat daaraan niet in de weg. Of het ooit zover komt, zal de praktijk moeten uitwijzen.

Al met al heeft de wijziging van de Wge per 1 januari 2011 een behoorlijke impact op het (toekomstig) giraal effectenverkeer. Voor een wetswijziging die voornamelijk was gericht op de uitbreiding van beleggersbescherming en niet uitdrukkelijk een uitbreiding van het giraal effectenverkeer beoogde, is dat toch wel opmerkelijk te noemen.